

Les facteurs de vulnérabilité des entreprises sous LBO

Une analyse comparée de deux ETI

Par Fabien FOUREAUULT

Post-doctorant en sociologie, Université de Lausanne (LINES), Docteur en sociologie de l'IEP Paris et Jean-Étienne PALARD

Maître des conférences des universités, IAE Bordeaux – Université de Bordeaux, département sciences humaines et sociales, IRGO – Institut de recherche en gestion des organisations, membre de la SFAF

Depuis le début des années 1980, le modèle LBO s'est imposé comme un nouveau mode de financement et de gouvernance des entreprises. Or, le fort levier d'endettement utilisé dans ce type de montage et le changement d'actionnariat tendent à modifier durablement le niveau de vulnérabilité des entreprises sous LBO. Cette recherche s'appuie sur une étude de cas croisée entre deux entreprises de taille intermédiaire évoluant dans le secteur de l'optronique. Nous proposons un cadre d'analyse propre aux LBO, qui définit la vulnérabilité selon trois dimensions : financière, opérationnelle et relationnelle. L'étude approfondie de ces deux cas montre que le degré de vulnérabilité varie suivant deux paramètres principaux : les conditions financières initiales du montage et l'ampleur de l'aléa économique, qui peut produire des effets positifs ou négatifs.

Introduction

À l'heure où les conséquences économiques liées à la crise sanitaire du Covid-19 sont encore difficiles à évaluer, l'augmentation du risque de faillite de nombreuses entreprises touchées par la crise économique pose question. Au-delà d'une approche purement sectorielle, les entreprises ayant fait l'objet d'un rachat ou d'une transmission sous la forme d'un LBO (*leveraged buy-out*) pourraient être davantage affectées par la crise. En effet, les caractéristiques du montage et le niveau d'endettement déjà élevé avant crise modifient en profondeur le niveau de vulnérabilité des entreprises rachetées en LBO. C'est cette thématique de la vulnérabilité organisationnelle que nous prenons pour objet dans cet article. Nous nous appuyons sur une étude de cas croisée entre deux entreprises de taille intermédiaire (ETI) évoluant dans le secteur de l'optronique. Les résultats de l'étude montrent que le degré de vulnérabilité des entreprises sous LBO varie suivant deux paramètres principaux : les conditions financières initiales du montage et l'ampleur de l'aléa économique, qui se conjuguent pour produire des effets positifs ou négatifs.

Rappelons simplement la logique qui sous-tend un LBO. Dans un LBO, ou plus spécifiquement un LMBO (*leveraged management buy-out*) – qui constitue le type de montage le plus pratiqué en France et en

Europe continentale –, une équipe de dirigeants s'allie à un ou plusieurs fonds de capital-investissement ou fonds de *private equity* (PE) pour prendre le contrôle d'une société cible en finançant l'acquisition des titres essentiellement par de la dette bancaire (Kaplan et Strömberg, 2009). Dans ce type de montage, la cible peut être une société cotée, mais elle est le plus souvent non cotée : elle peut être une filiale de groupe, une entreprise familiale ou une firme, détenue pas ses fondateurs. Le fonds de PE se charge de la structuration juridique du montage en créant une *holding* de reprise financée par un faible apport en fonds propres et un niveau élevé de dette bancaire. Ces fonds spécialisés dans les LBO acquièrent le plus souvent une participation majoritaire dans la *holding* aux côtés des managers de la société cible. L'objectif est d'optimiser la rentabilité des capitaux propres investis dans l'opération en utilisant l'effet de levier pour le compte des seuls actionnaires. La dette d'acquisition est remboursée grâce aux dividendes qui remontent de la cible vers la *holding* de reprise.

Présentée à l'origine comme une technique de financement destinée à la transmission ou au rachat de sociétés non cotées, le modèle LBO s'est peu à peu imposé aux PME et aux ETI comme un nouveau modèle de gouvernance (Bédu et Granier, 2018) qui permet,

selon la théorie de l'agence, d'accroître la performance du capital investi tout en réconciliant l'intérêt des actionnaires avec celui des dirigeants (Jensen, 1989). Certaines études font ressortir les effets positifs du modèle LBO en termes de croissance et de rentabilité (Meuleman *et al.*, 2007 ; Paglia et Harjoto, 2014). D'autres travaux mettent au contraire en évidence les limites du modèle LBO, en raison de la hausse du risque de défaillance des cibles et d'une vision court-termiste néfaste pour les investissements (Desbrières et Schatt, 2002 ; Phalippou et Gottschalg, 2009 ; Harford et Kolasinski, 2013 ; Palard et Bédu, 2015). Par ailleurs, l'effet des opérations LBO sur l'emploi et l'évolution des salaires apparaît peu clair dans la littérature (Boucly *et al.*, 2011 ; Davis *et al.*, 2019). Dans cet article, notre but n'est pas de trancher entre ces deux visions, mais d'identifier les facteurs qui rendent les entreprises sous LBO plus ou moins vulnérables.

Selon Adger (2006), la vulnérabilité d'une organisation peut être définie comme « un ensemble de perturbations, de dérèglements consécutifs à la survenance d'un choc ou d'une crise entraînant un préjudice sur la continuité des activités de cette organisation ». S'il n'existe pas de critères de référence pour mesurer la vulnérabilité d'une organisation, Alkesic *et al.* (2014) proposent un cadre d'analyse qui permet d'appréhender les différentes composantes d'une organisation vulnérable : l'exposition de l'organisation à un ou plusieurs facteurs de risques, sa sensibilité en cas de survenance de ces risques, et la capacité à mettre en œuvre des procédures permettant d'atténuer l'effet de ces risques sur les membres ou les activités de l'organisation de manière à augmenter ses chances de survie. Notons simplement que la résilience d'une organisation se définit par opposition à la vulnérabilité et renvoie « à la capacité d'une firme à rebondir face à un aléa en proposant de nouvelles solutions de manière à pérenniser son existence » (Hamel et Valikangas, 2003).

Le modèle LBO peut être analysé à travers cette grille de lecture du fait des caractéristiques du montage et des contraintes qu'il véhicule. D'un côté, le LBO favorise la croissance de l'activité en offrant de nouvelles perspectives d'investissement et de développement grâce à l'expertise sectorielle des fonds de PE et un modèle de management renouvelé. De l'autre, ce modèle expose l'entreprise à de nouveaux risques financiers et opérationnels qui sont liés aux conditions contractuelles du rachat impliquant une augmentation de l'endettement et un changement de gouvernance. Dans le cadre de cette étude, nous cherchons ainsi à identifier et à analyser les facteurs qui contribuent à rendre les entreprises sous LBO plus vulnérables ou plus résilientes à la suite de leur rachat par un fonds de PE. Quel est l'impact des dimensions financières, opérationnelles et relationnelles sur l'évolution de la vulnérabilité ? Comment ces facteurs interagissent-ils au cours du montage ?

L'originalité de cette recherche consiste à concilier différents cadres conceptuels issus du management stratégique, de la finance d'entreprise et de la sociologie

des organisations. Ces différents champs théoriques permettent de proposer une vision complémentaire du modèle LBO et de son effet sur les organisations. L'approche méthodologique est également originale dans ce champ d'étude. Elle s'appuie sur l'étude de cas de deux entreprises françaises de taille intermédiaire (ETI), HauteTechnologie et TechnologieAvancée, rachetées en LBO au cours des années 2000 et qui évoluent dans le même secteur, celui de l'optronique. Ces deux études de cas permettent de mettre en évidence les trois dimensions de la vulnérabilité appliquée au modèle LBO : financière, opérationnelle et relationnelle. La première partie de l'article est consacrée à la présentation des deux cas et du cadre méthodologique de l'étude. La seconde partie présente les principaux résultats issus de l'étude de cas et propose un cadre d'analyse renouvelé de la vulnérabilité organisationnelle appliqué au modèle LBO.

Méthodologie de recherche

L'intérêt de l'étude de cas dans l'analyse des LBO

Pour déterminer dans quelles mesures le modèle LBO modifie le niveau de vulnérabilité des cibles rachetées, nous comparons dans cette étude deux entreprises à partir de méthodes qualitatives. L'étude de cas est couramment utilisée en sociologie et en sciences de gestion (Haldy-Rispal, 2002) pour répondre aux limites des méthodes quantitatives fondées sur un raisonnement hypothético-déductif. Le recueil de données qualitatives par entretiens, observations et archives permet d'illustrer de manière vivante des théories établies, mais déplace aussi le regard en faisant émerger du réel de nouvelles hypothèses qui ne se trouvent pas déjà dans la théorie. C'est la comparaison avec d'autres cas qui donne lieu de généraliser en appliquant un raisonnement hypothético-inductif (Friedberg, 1993).

Force est de constater que la méthodologie de l'étude de cas est peu utilisée par les chercheurs en économie ou en management pour aborder la question des LBO. La plupart des recherches sont consacrées en effet à des études quantitatives et économétriques s'appuyant sur des bases de données de plusieurs centaines ou milliers d'opérations, dont l'objectif consiste à identifier des différences statistiques entre deux sous-groupes à partir de critères de taille, de secteur d'activité ou de niveau d'endettement. Or, les études économétriques ne permettent d'appréhender ni la spécificité, ni la complexité, ni le secret qui entourent les montages LBO, car ces opérations nécessitent d'analyser en profondeur les conséquences sur la gouvernance des cibles ou les enjeux de pouvoir entre dirigeants et fonds de *private equity*.

Quelques études de cas consacrées aux LBO comblent toutefois ce manque. La première étude de cas publiée sur les LBO est celle de Michel et Shaked (1991) analysant le rachat de RJR Nabisco par le fonds KKR en 1988 pour 31 milliards de dollars. Les auteurs soulignent notamment qu'au prix d'une rude bataille boursière, l'opération mise en œuvre a débouché sur la chute du

conglomérat. On peut citer plus récemment l'étude de Palcic et Reeves (2013) concernant les effets de deux opérations de LBO successives réalisées sur la société de télécommunications irlandaise Eircom depuis sa privatisation en 1999. Les deux auteurs montrent que le niveau d'endettement très élevé négocié lors du second LBO en 2008 et la politique de dividendes agressive imposée par le fonds de PE a entraîné un sous-investissement durable dans les infrastructures télécom en Irlande, ce qui a finalement conduit Eircom à la faillite en 2012.

La question de la vulnérabilité ou de la résilience des entreprises rachetées en LBO n'a toutefois jamais été posée en ces termes, même si de nombreuses études mettent en évidence les dérives récentes du modèle LBO. Par rapport aux études économétriques dont les résultats sur la performance des cibles post-LBO est loin de faire consensus, cette démarche présente l'avantage de mieux saisir la « vulnérabilité » comme concept multidimensionnel, de manière à pénétrer les entreprises jusque dans leur substrat relationnel et de raisonner avec une forme de causalité non linéaire.

Présentation des deux cas : HauteTechnologie et TechnologieAvancée

L'étude de cas porte sur deux entreprises très similaires, ce qui permet d'attribuer les différences observées à des facteurs liés à la vulnérabilité dus au LBO tout en considérant les autres facteurs comme constants. Ces entreprises sont représentatives des sociétés sous LBO, en ce qu'il s'agit d'entreprises de taille intermédiaire (ETI) dominant un secteur fragmenté constitué de multiples niches. Le critère de niche et de position dominante est cardinal dans ces opérations, étant donné que la cible doit générer des flux de trésorerie élevés et récurrents pour rembourser la dette contractée pour l'acquisition. Le critère de secteur fragmenté est nécessaire pour réaliser des stratégies de croissance externe. Ces deux entreprises conçoivent, fabriquent et commercialisent des composants ou des modules qui viennent s'intégrer dans des systèmes complexes réalisés par des grands groupes (modèle industriel de l'*original equipment manufacturer*). Les deux sociétés, que nous appelons HauteTechnologie et TechnologieAvancée, sont toutes deux des entreprises évoluant dans le secteur de l'électro-optique ou optronique.

Les trois marchés principaux de HauteTechnologie sont celui de la défense (en particulier la vision nocturne), celui des sciences et de l'industrie (par exemple les détecteurs nucléaires), et celui des produits médicaux (PET scanners...). C'est une entreprise française de 1 200 personnes située à Brive-la-Gaillarde en Corrèze, insérée dans des réseaux d'innovation locaux mais réalisant l'essentiel de son chiffre d'affaires à l'étranger. Créée en 1937, HauteTechnologie constitue une filiale d'un grand groupe français jusqu'en 1997. À cette date, ce groupe la vend à un premier fonds de capital-investissement. Au milieu de la période étudiée, elle dispose de sites à la fois en Europe, aux États-Unis et en Amérique latine.

TechnologieAvancée conçoit aussi des produits destinés à des applications civiles ou militaires. La société appartenait auparavant à un autre grand groupe français qui l'a externalisée. Cette ligne de produits était elle-même issue d'un rachat par un grand groupe de sociétés d'optique militaire. TechnologieAvancée est un groupe multinational composé de onze sites ou unités dont les plus anciennes datent de la fin du XIX^e siècle. Le siège se situe à Paris, et les unités sont réparties à travers le monde : en Angleterre, en Allemagne, en Hongrie, aux États-Unis, à Singapour et en Chine. Le groupe emploie environ 2 500 personnes. Les produits fabriqués vont de la lunette de vision nocturne pour fusil d'assaut à la machine de séquençage de l'ADN, en passant par les affichages pour tête haute d'avion et les lasers pour semi-conducteurs. La présentation synthétique des deux cas se trouve dans le Tableau 1 page suivante.

Source des données et méthode d'analyse des cas

Nous avons étudié HauteTechnologie et TechnologieAvancée en réalisant une quarantaine d'entretiens et en examinant une dizaine de documents internes ou publics (souvent issus de la presse spécialisée). Il y a une certaine dissymétrie dans la nature des sources et dans l'analyse des cas. L'analyse de HauteTechnologie se fonde essentiellement sur des documents, complétés par deux entretiens. Nous avons en particulier trouvé de nombreuses données comptables dans un *business case study* commenté par un des investisseurs ayant réalisé l'opération. L'analyse de TechnologieAvancée se fonde essentiellement sur les entretiens complétés par des documents. Les entretiens ont été réalisés avec les commerciaux, ingénieurs et cadres dirigeants du siège et des principales unités.

L'extrême similarité des deux cas autorise le traitement croisé des deux sources en dépit de cette asymétrie. On peut estimer, par exemple, que telle donnée a évolué de la même manière dans le deuxième cas, et que tel phénomène aurait aussi dû être présent dans le premier cas. Elle indique aussi que les différences en termes de résultats, détaillées plus bas, peuvent s'expliquer par la rencontre entre un aléa et les conditions initiales de l'opération de LBO, et non par les différences intrinsèques entre les deux entreprises. Nous avons d'abord reconstitué la chronique de chacun des cas séparément et « à plat », puis nous avons comparé leurs points communs et différences en termes de caractéristiques des entreprises, des opérations et des résultats du processus.

Résultats

L'analyse approfondie de la trajectoire de développement de HauteTechnologie et de TechnologieAvancée à la suite de leur rachat par un fonds de *private equity* tend à montrer que le modèle LBO appliqué à ces deux entreprises a contribué à modifier la vulnérabilité de leur organisation selon trois dimensions : financière, opérationnelle et relationnelle.

	HauteTechnologie (HT)	TechnologieAvancée (TA)
Année du LBO	2001	2005
Durée du LBO	7 ans	9 ans
Secteur d'activité	Optronique	Optronique
Valeur de l'entreprise	40 millions d'euros	220 millions d'euros
Valeur des capitaux propres	22 millions d'euros	100 millions d'euros
% de contrôle acquis par le fonds de PE	73 %	90 %
% de contrôle acquis par les cadres dirigeants	27 %	10 %
Caractérisation du montage	Activisme moyen Montage financier peu agressif	Activisme fort Montage financier agressif
Nombre de salariés	<ul style="list-style-type: none"> avant le LBO : 600 à l'issue du LBO : 950 (pic de 1 200 sur la période) 	<ul style="list-style-type: none"> avant le LBO : 1 400 à l'issue du montage : 1 900 (pic de 2 500 sur la période)
Modalités de sortie	Cession à un autre fonds (LBO tertiaire)	Cession à un concurrent sous LBO, détenu par un fonds américain
Rentabilité de l'opération (ROI)	TRI (taux de rentabilité interne) annuel estimé à 34 %	« Si le montant de la transaction demeure confidentiel, le Français verra son actionnaire financier récolter un produit de cession de 9,5 millions d'euros »

Tableau 1. Comparaison des conditions du LBO entre HauteTechnologie (HT) et TechnologieAvancée (TA).

Modèle LBO, niveau d'endettement et vulnérabilité financière

Le modèle LBO représente une nouvelle forme de contrôle en raison de la concentration de la propriété et du rôle central que joue la dette dans le montage (Jensen, 1986). Cependant, l'impact économique et financier des LBO ne fait pas l'objet de consensus ni sur le plan théorique, ni sur le plan empirique. Les fonds de PE apportent des ressources qui peuvent alléger les contraintes de financement des entreprises, ce qui permet à Boucly *et al.* (2011) de parler de « LBO de croissance ». Mais ces ressources sont essentiellement de la dette, ce qui rend l'entreprise plus vulnérable à des aléas – des événements qui n'ont pas été prévus dans l'élaboration du *business plan* et la structuration du montage.

Bedu et Palard (2015) montrent sur un échantillon de 626 opérations LBO réalisées en France entre 2000 et 2010 que le taux de défaillance des entreprises cibles reprises en LBO est significativement plus élevé que celui d'entreprises comparables qui ne font pas l'objet de ce type de rachat. Un résultat important de cette étude est que le risque de défaillance est positivement corrélé au niveau d'endettement après l'acquisition. Bruner et Eades (1992) ont étudié les conditions de la faillite de la compagnie Revco en 1992 à la suite de son rachat par KKR cinq ans plus tôt. Ils montrent que la

faillite de cette société, spécialisée dans la distribution de médicaments aux États-Unis, s'explique à la fois par un niveau d'endettement trop élevé et une mauvaise structuration de la dette.

Dans les deux cas de HauteTechnologie et de TechnologieAvancée, l'opération de LBO induit aussi une augmentation de l'endettement, mais de manière différenciée. En effet, le montage de TechnologieAvancée est plus « agressif » que celui de HauteTechnologie. La première est valorisée 7,8 fois son résultat d'exploitation (EBIT) contre 5,8 fois pour la seconde. Pour payer ce prix, les actionnaires de TechnologieAvancée se sont endettés jusqu'à cinq fois le résultat d'exploitation de l'entreprise alors que pour HauteTechnologie, le montant de la dette équivaut à celui du résultat d'exploitation. De tels montages supposent que les actionnaires ont estimé les perspectives de croissance de TechnologieAvancée et les possibilités de la rendre attractive supérieures, *i.e.* qu'ils espèrent la revendre à une valeur encore plus élevée.

La valorisation et le levier représentent deux conditions initiales de l'opération qui sont négociées dans une phase plus ou moins favorable. L'agressivité plus grande du montage de TechnologieAvancée n'est pas seulement liée aux caractéristiques fondamentales de la cible, mais aussi à la dynamique du « champ



Auguste Desperet (Desperret), dessinateur lithographe, Victor Hippolyte Delaporte, imprimeur-lithographe, Aubert, éditeur, *Il va bon train le ministère...*, lithographie, illustration de périodique, 1831. Paris, Maison de Balzac.

« Les fonds de PE apportent des ressources qui peuvent alléger les contraintes de financement des entreprises, ce qui permet à Boucly et al. (2011) de parler de "LBO de croissance". Mais ces ressources sont essentiellement de la dette, ce qui rend l'entreprise plus vulnérable à des aléas – des événements qui n'ont pas été prévus dans l'élaboration du *business plan* et la structuration du montage. »

du LBO ». En 2005, le marché du LBO traverse une période de bulle caractérisée par une concurrence intense qui fait monter les prix des entreprises, concurrence alimentée par les banques dont la politique de crédit encourage les fonds à s'endetter. À l'inverse, HauteTechnologie est achetée dans une période de crise (en 2001) avec des valorisations et surtout des leviers moins élevés. Nous n'avons pas d'information sur les capacités de remboursement de TechnologieAvancée ou de HauteTechnologie. Nous savons que HauteTechnologie a déjà fait l'objet d'un LBO précédemment : peut-être son fonctionnement est-il déjà « optimisé » et ses capacités à supporter une dette plus faibles. C'est peut-être aussi une raison pour laquelle sa valorisation est moindre. Quoi qu'il en soit, cette différence de levier et de ratios d'endettement suppose que la rentabilité attendue de l'opération sur TechnologieAvancée est plus forte, et donc que pèse sur elle une plus grande pression au changement.

Montage LBO et vulnérabilité opérationnelle

Le modèle LBO est souvent présenté comme permettant la réorganisation des sociétés cibles en vue d'accélérer leur croissance. D'après la théorie de l'agence, le modèle LBO permet d'améliorer l'efficacité des cibles,

car la dette n'est pas seulement une ressource pour financer des projets d'investissement mais également un moyen d'abaisser les coûts d'agence, et favorise un meilleur alignement entre les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires (Jensen, 1989b). L'endettement supprime la trésorerie disponible à la discrétion des dirigeants, ce qui inhiberait la bureaucratisation de l'organisation. La théorie des organisations admet que les LBO peuvent être efficaces à court terme mais pas nécessairement à long terme, car les stratégies employées par les fonds de PE sont surtout axées sur l'ingénierie financière (Fox et Marcus, 1992). De faibles ressources discrétionnaires réduisent les marges de manœuvre stratégiques et la capacité d'innovation. Plusieurs raisons peuvent être avancées : la réduction quantitative de l'investissement, la rigidité de la planification stratégique et la réduction de l'espace de l'attention managériale (March et Simon, 1993). Dans les faits, la baisse du niveau d'investissement dans les LBO n'est pas prouvée (Engel et Stiebale, 2014), mais la débureaucratization ne l'est pas non plus (Phan et Hill, 1995). Ce sont des stratégies de croissance externe qui sont populaires dans les années 2000, qui rendent les cibles plus complexes à gérer, et sans nécessairement les rendre plus

innovantes sur le plan qualitatif. Sur 22 cas de LBO recensés dans *Private Equity Magazine* dans les années 2000, 16 ont mené à des acquisitions, 8 à des cessions, et 9 à des fermetures de sites ou des plans sociaux.

Dans les deux cas examinés (HauteTechnologie et TechnologieAvancée), la mise en œuvre du LBO conduit à une réorganisation importante en vue d'améliorer la performance globale des deux entreprises. La stratégie est très similaire dans les deux cas et est davantage financière – par fusions-acquisitions – qu'industrielle. Certes, les deux LBO ne mènent pas à des réductions de dépenses d'investissement, du moins sur un plan strictement quantitatif. Dans le cas de HauteTechnologie, les investissements dans l'outil de production, qui connaît des problèmes de qualité, sont initialement en hausse : les investissements passent de 1,4 à 4,8 % du chiffre d'affaires sur cette période. Dans celui de TechnologieAvancée, les entretiens avec les ingénieurs montrent qu'ils sont satisfaits du niveau des investissements, comparables à ceux du secteur, mais pas nécessairement de leur qualité. Surtout, après la crise financière, la direction met la priorité non pas sur les projets de recherche, qui permettent de répondre à de futures demandes, mais sur les projets orientés clients et qui ont un *payback* court. Lors de la restitution des résultats de l'enquête à TechnologieAvancée, les cadres dirigeants se mettent à discuter ce point. L'un d'eux évoque le besoin d'investissement dans un domaine stratégique, et un autre lui répond de manière ironique qu'il devra demander l'aval de l'actionnaire et que celui-ci lui exigera « sa rentabilité à deux ans ! » (date de sortie du LBO initialement prévue). Or dans ce secteur, les projets de développement technologique peuvent prendre une dizaine d'années.

La stratégie des deux entreprises est en réalité davantage fondée sur les fusions-acquisitions que sur l'innovation. Elle s'appelle *build-up* ou *buy and build*, ce qui consiste à se servir de la cible comme d'une plateforme pour opérer des acquisitions et consolider un secteur. C'est une stratégie particulièrement légitime dans les années 2000, notamment parce qu'elle permet, pour les dirigeants d'entreprises, de racheter les concurrents menaçant leur position de marché avec l'aide des fonds de capital-investissement. Elle se distingue de la stratégie de dépeçage ou *asset stripping*, popularisée dans les États-Unis des années 1980 (Davis *et al.*, 1994).

HauteTechnologie, par exemple, réalise cinq acquisitions dans trois pays différents et TechnologieAvancée deux acquisitions : une grosse entreprise allemande et une plus petite en Angleterre. Deux autres acquisitions sont prévues mais doivent être abandonnées à cause de la crise financière en 2008 et 2009. Parallèlement, des unités sont cédées, mais dans les deux cas, ce processus de remodelage mène à un doublement de la taille des cibles. On peut noter que, sur un plan agrégé, les deux entreprises ont à la fois créé et détruit des emplois, le résultat net de ce processus de destruction créatrice étant légèrement positif. Le but de ce processus est de repositionner les entreprises cibles sur des marchés en croissance plus

rentables. C'est nettement le cas de HauteTechnologie qui délaisse ses activités médicales et se développe dans les secteurs de la défense et des sciences et industries. Pour TechnologieAvancée, le processus de remodelage conduit plutôt à une diversification, de la défense vers les activités civiles. Pour le PDG de TechnologieAvancée, ce LBO a complètement transformé le visage de l'entreprise :

« Aucune organisation n'est figée et parfaite. Nous sommes toujours en période de transition. Il faut être responsabilisés au changement. Quand je réfléchis à 2005, on ne se ressemble plus beaucoup, on est extrêmement différents tant du point de vue de l'organisation que du management » (Entretien avec le PDG de TechnologieAvancée, 19/11/09).

Pour faire face à l'accroissement de la taille, de l'échelle géographique et de la complexité organisationnelle, la structure et les instruments de coordination sont étoffés. HauteTechnologie crée des comités exécutifs, des équipes commerciales multi-unités et des échanges de bonnes pratiques. TechnologieAvancée centralise la fonction financière, multiplie les comités, instaure une procédure d'exportation et adopte une forme multi-divisionnelle. Le but est de mieux intégrer le fonctionnement des cibles pour dégager des « synergies » de coût et de développement qui augmenteront le profit. Dans les deux cas, les investisseurs apportent donc des ressources financières mais aussi des compétences en matière de fusions-acquisitions. Dans un premier temps, tous ces changements semblent porter leurs fruits puisque la performance des entreprises est maintenue ou améliorée. Cependant, les dirigeants doivent faire face à un net accroissement de la complexité organisationnelle lié au nombre et à la diversité des unités qui constituent de nouveaux ensembles faiblement intégrés.

Modèle LBO et vulnérabilité relationnelle

Selon les théoriciens de l'agence, le LBO entraîne une rupture positive dans les relations entre les parties prenantes, en particulier entre les dirigeants et les apporteurs de capitaux. Ce type de montage modifie les mécanismes de contrôle, de gouvernance et d'incitation au sein de l'entreprise (Meuleman *et al.*, 2009). Ces contrôles peuvent être formels, comme la présence active des fonds dans les instances de surveillance ou la mise en place d'un système de *reporting* financier régulier. Ces contrôles peuvent être informels, symbolisés par le rôle de la dette ou de la politique de dividendes qui maintiennent les dirigeants sous pression (Placit et Reeves, 2013). Les théoriciens de l'organisation suggèrent que les LBO ne favorisent pas la coopération dans l'entreprise. Ces opérations privilégient les apporteurs de capitaux au détriment des autres parties prenantes de la firme, tandis que les dirigeants sont enrôlés du côté des actionnaires. Dans le modèle LBO, les ressources dont peuvent disposer les dirigeants de manière discrétionnaire (*slack*) se réduisent de même que leur propre capacité à intégrer d'autres parties prenantes dans les processus de gestion. D'un point de vue relationnel, cela se traduit par une remise en cause des accords implicites non formels qui constituent pourtant une source d'efficacité sur le long terme

(Shleifer et Summers, 1988). Cela favorise aussi les divergences et les conflits (March et Simon, 1993). Enfin, les systèmes d'incitations ne fonctionnent pas systématiquement, car ils agissent sur la motivation au travail de manière superficielle (Freeland, 2001) et les investisseurs manquent souvent de légitimité pour créer la confiance plus bas dans la hiérarchie.

Les études disponibles montrent en effet que les entreprises sous LBO sont fortement déstabilisées, que l'on estime cette déstabilisation positive ou négative. Elles créent et détruisent plus d'emplois que les entreprises comparables (Davis *et al.*, 2019), et ont un *turnover* de dirigeants très élevé. Les fonds de PE n'offrent pas aux salariés un « compromis fordién » : menacés dans leur emploi, ils doivent être plus productifs sans nécessairement recevoir une rémunération supérieure en comparaison des autres entreprises (Davis *et al.*, 2019). Il est dès lors peu étonnant que les cadres et salariés soient méfiants envers les financiers. Lors d'un processus de rachat d'une entreprise par un fonds de PE, Boselie et Kohn (2010) notent « une diminution de la confiance, de l'identification à l'organisation et de l'engagement de la part des divisions axées sur leur propre agenda » (p. 1312). Green (1992) décrit les vues divergentes des cadres devenus actionnaires et des cadres restés salariés. Tandis que les uns insistent sur la mise en place d'une culture de la vigilance et de la mutualité, mais aussi de l'intérêt bien compris, les autres critiquent le management par « la carotte et le bâton » (p. 526). Au départ optimistes, les cadres de cette entreprise sous LBO finissent par considérer la dette comme un problème stratégique.

Chez HauteTechnologie et TechnologieAvancée, le LBO introduit des changements similaires dans leurs configurations relationnelles. Auparavant dans le giron de grands groupes français, elles voient leur contrôle cédé par ces derniers à des acteurs externes ayant une logique financière parfois source de tensions avec des acteurs ayant d'autres logiques d'action. HauteTechnologie a été rachetée par un fonds de capital-investissement, certes français, mais dont les représentants ont des profils différents de ceux que l'on trouve dans l'industrie : formations dans des grandes écoles de commerce, expériences dans l'audit ou le *consulting*. C'est aussi le cas pour les actionnaires de TechnologieAvancée. De surcroît, il s'agit d'un fonds de capital-investissement anglais moins inséré dans les réseaux économiques de l'industrie française. Leurs dispositions sociales contrastent avec celles des dirigeants des cibles – ingénieurs de formation – et de leurs actionnaires précédents (grands groupes). Une étude montre d'ailleurs que les fonds étrangers ont moins de scrupules à réduire les effectifs des cibles françaises (Guery *et al.*, 2017).

Le LBO introduit aussi un système d'incitations qui aligne les intérêts entre actionnaires et dirigeants, mais qui accentue la divergence d'intérêts entre les propriétaires et les salariés. Ce système – appelé *management package* – vise à transformer des managers en actionnaires en leur distribuant des actions de la *holding* de reprise qu'ils pourront revendre aux côtés du fonds de *private equity*. Au sein de TechnologieAvancée,

15 cadres dirigeants sont copropriétaires de la société à hauteur de 10 %. Au sein de HauteTechnologie, les cadres dirigeants possèdent 27 % du capital avec le fonds de capital-investissement. Ils sont à l'évidence fortement intéressés à la réussite du LBO. Cela contribue, si ce n'est à rapprocher les cadres dirigeants des actionnaires, du moins à les éloigner des salariés du point de vue de leurs intérêts économiques et parfois de leur vision de l'entreprise. Dans ces entreprises sous LBO se constituent des sortes de groupes d'*insiders*, ce qui n'est pas propice à créer un climat de confiance. À propos de l'intéressement à l'opération : « Ne le dites pas, car ce n'est pas tout le monde », nous a confié par exemple le PDG de TechnologieAvancée. Les cadres plus bas dans la hiérarchie sont aussi incités *via* des systèmes de bonus indexés sur des indicateurs de performance clés (EBITDA, *cash-flow*, etc.), mais ils ne peuvent pas espérer devenir millionnaires comme les dirigeants. Un commercial de TechnologieAvancée évoque des « cacahuètes » récoltées sur des objectifs sur lesquels il n'a aucune prise.

À ces clivages verticaux peuvent s'ajouter des clivages horizontaux. La stratégie de croissance externe et internationale introduit dans le groupe des unités ayant des identités parfois fort différentes. À HauteTechnologie, l'entreprise corrézienne s'est mise à parler au moins quatre langues différentes. En plus de différences culturelles, les acquisitions de TechnologieAvancée ont incorporé des sites autrefois concurrents et des commerciaux autrefois rivaux. La question des nationalités devient plus épineuse lorsque ces entreprises fabriquent des produits d'intérêts géostratégiques (c'est le cas de la vision nocturne). Enfin, la logique financière, qui focalise l'attention des dirigeants sur la rentabilité du capital investi, conduit à donner plus de pouvoir à la direction financière et à accentuer le déséquilibre entre acteurs marchands et acteurs techniques dans l'organisation. Un certain nombre de mécanismes contribuent à ce déséquilibre, comme la priorisation des projets, la gestion de l'urgence et l'écroulement des prix.

Issues divergentes

L'analyse approfondie des deux cas de LBO réalisés sur TechnologieAvancée et HauteTechnologie tend à montrer que les ressources financières, opérationnelles et relationnelles ont été profondément transformées à la suite du rachat. Malgré l'apport de ressources économiques supplémentaires, le LBO rend les deux entreprises plus vulnérables en diminuant la trésorerie disponible, affectée prioritairement au remboursement d'une dette créée à cette occasion. Ce modèle permet une meilleure discipline financière, mais tend à réduire les marges de manœuvre stratégiques et la capacité à négocier la participation active des parties prenantes. Or, on peut constater que la vulnérabilité touche plus fortement TechnologieAvancée que HauteTechnologie, qui est comparativement plus résiliente.

En effet, le LBO rend les deux entreprises plus fragiles, ce qui se traduit par le déclenchement d'une crise de gouvernance lorsqu'un aléa survient. Cet aléa perturbe le déroulement de l'opération et remet en cause les

fragiles équilibres financiers, opérationnels et relationnels. Mais les résultats de cette crise sont différents suivant les conditions initiales de l'opération et suivant l'ampleur de l'aléa. Pour HauteTechnologie, l'aléa est un changement de réglementation aux États-Unis qui influence les ventes du segment de l'imagerie médicale (aléa de faible ampleur). Pour TechnologieAvancée, l'aléa est la crise financière de 2007 et 2008, qui a provoqué l'effondrement des marchés civils (aléa de grande ampleur). Cette différence se conjugue avec l'agressivité plus ou moins forte du montage pour précipiter des crises qui débouchent sur une restructuration plus ou moins profonde.

Dans les deux cas, les dirigeants réagissent vivement en mettant en place des programmes de contrôle des coûts pour, selon un document interne à HauteTechnologie, « restaurer la compétitivité tout en maintenant les efforts de R&D localement et les produits à forte valeur ajoutée ». Ces actions ont pour conséquence la suppression d'effectifs, la mise au chômage partiel et la fermeture de sites. Mais les cadres dirigeants eux-mêmes sont déstabilisés. Dans le cas de TechnologieAvancée, la crise économique se traduit par une crise de gouvernance interne, dans laquelle les unités sont particulièrement rétives face aux initiatives d'intégration du siège (pour mettre en œuvre les synergies) et se livrent une bataille sourde pour l'accès aux marchés mondiaux par l'intermédiaire de leurs commerciaux. Dans les deux cas, les tensions semblent éclater entre actionnaires et dirigeants, et entre les cadres dirigeants eux-mêmes, de telle sorte que les PDG des deux entreprises sont révoqués ou doivent démissionner. Les actionnaires remplacent les dirigeants français, ayant des profils d'ingénieurs, par des étrangers issus des activités en forte croissance. Les deux entreprises ont ensuite lancé des chantiers de réorganisation de leur périmètre d'activité pour faire face aux nouveaux contextes stratégiques. Dans un entretien donné à la presse, le nouveau PDG de HauteTechnologie laisse transparaître l'ambivalence et les tensions de la collaboration avec le fonds de capital-investissement :

« [L'actionnaire] a laissé au management un bon niveau d'autonomie tout en étant très présent quand cela était nécessaire, au cours des acquisitions par exemple. Il a su aussi garder une vision long terme du développement de HauteTechnologie, en investissant dans l'outil industriel et en maintenant l'effort d'innovation. [...] Il a été dur de convaincre [l'actionnaire] qu'il était nécessaire d'arrêter les frais, même si HauteTechnologie était rentable. Depuis, la décision a été prise d'arrêter la production de photomultiplicateurs, qui restait un foyer de perte pour l'entreprise et qui constituait un souci pour l'équilibre financier du groupe » (Entretien du PDG de HauteTechnologie pour la presse, mai 2009).

La première partie de la citation montre que les dirigeants sont satisfaits lorsque les actionnaires leur permettent de réaliser de la croissance externe, mais la deuxième partie indique que lorsque des difficultés surviennent, les fonds reprennent la main sur la stratégie et exigent des mesures drastiques. Il revient aux dirigeants de les exécuter même s'ils ne sont pas d'accord, et c'est alors que les tensions surviennent.

Les résultats de la crise divergent aussi suivant les cas. Pour HauteTechnologie dont le montage est peu agressif, les efforts de rationalisation se traduisent par une augmentation de la rentabilité : le taux de profitabilité des ventes passe de 12 % en 2001 à 15 % en 2006, puis à 24 % en 2008. Cela se fait au prix d'une suppression d'environ 100 postes, surtout ouvriers, sur le site de Brive-la-Gaillarde qui est le premier employeur de la région corrézienne. Le Plan de sauvegarde de l'emploi n'aboutit à aucun « licenciement sec » puisque les salariés sont encouragés à partir en retraite anticipée, à être transférés sur un autre site ou à partir de manière volontaire. Pour TechnologieAvancée, le montage est plus agressif, et les restructurations sont plus lourdes. L'entreprise licencie du personnel et le remplace par des travailleurs temporaires. Au cours de l'année 2009, l'unité allemande décide de fermer son usine en Pologne. Le chômage partiel est instauré dans une usine de fabrication dans l'Est du pays, puis dans l'unité principale de Munich. Pour certaines activités, la baisse des effectifs a pu atteindre 28 %. Ces efforts permettent de maintenir la situation, mais pas de l'améliorer substantiellement en comparaison de HauteTechnologie (TechnologieAvancée supprimera encore des effectifs en 2011).

L'issue des opérations prolonge cette divergence ainsi que la trajectoire des deux fonds. L'actionnaire de HauteTechnologie réalise une bonne performance, malgré les difficultés de la cible, puisqu'il vend l'entreprise en 2008, juste avant la « grande récession », avec un multiple de cinq fois la mise. Le fonds de *private equity* en question est aujourd'hui toujours *leader* en France. En revanche, le fonds contrôlant TechnologieAvancée n'a pas « gagné d'argent » selon un informateur (seule la banque s'en est bien sortie). Le fonds s'est trouvé en grande difficulté à la suite de la crise financière et s'est délesté de toutes ses participations, dont TechnologieAvancée en 2014, avant d'être liquidé en 2018. On voit que les opérations de LBO rendent les deux entreprises plus vulnérables aux aléas sur le plan financier, opérationnel et relationnel, mais le degré de vulnérabilité varie suivant deux paramètres : les conditions initiales – un montage plus ou moins agressif – et l'ampleur de l'aléa qui, conjugué avec ces conditions, peut produire des effets positifs ou négatifs.

Conclusion

À la faveur d'un cadre législatif et fiscal favorable, le modèle LBO s'est imposé en France à de nombreuses entreprises non cotées, à la fois comme un nouveau mode de financement et comme une nouvelle forme de régulation des relations entre actionnaires et dirigeants. Ce modèle offre des possibilités de financement nouvelles, et contribue à transformer les structures de gouvernance et de contrôle existantes avec l'arrivée de nouveaux actionnaires dans la structure du capital des sociétés rachetées. Or, l'utilisation massive de la dette dans le financement des opérations rend les entreprises sous LBO plus vulnérables en cas de survenance d'un choc ou d'un aléa. Un changement

de l'environnement dû à une baisse d'activité, l'arrivée d'un nouveau concurrent ou l'instauration de nouvelles réglementations accélère la baisse des performances opérationnelles, entraînant un préjudice durable pouvant conduire à la faillite.

Les différentes dimensions de la vulnérabilité organisationnelle proposée dans cette étude ont été appliquées au cas de deux entreprises de taille intermédiaire sous LBO, HauteTechnologie et Technologie-Avancée, évoluant dans le secteur de l'optronique. L'analyse approfondie des entretiens réalisés auprès des dirigeants et des gestionnaires de fonds couplés à des sources documentaires internes donne lieu de mettre en valeur trois dimensions de la vulnérabilité, en soulignant le caractère primordial de la vulnérabilité financière. Les niveaux d'endettement élevés observés lors du rachat de TechnologieAvancée montrent notamment que les conditions initiales du montage ont une influence décisive sur la performance de l'opération à l'issue du LBO. La valorisation de la cible et le levier de financement représentent les deux principaux paramètres qui permettent de mesurer le caractère plus ou moins agressif du montage.

Le modèle LBO ouvre de ce fait un nouvel espace de danger en augmentant la vulnérabilité des cibles. Afin d'étendre les résultats de cette étude limitée jusqu'ici à deux cas, il serait intéressant de tester le modèle de vulnérabilité proposé sous ses trois dimensions (financière, opérationnelle et relationnelle) dans un autre contexte économique en analysant, par exemple, des entreprises de taille plus réduite ou dont la stratégie de développement est davantage tournée vers la croissance organique plutôt que la croissance externe.

Cette recherche ne permet cependant pas de conclure quant à l'effet positif ou négatif du LBO sur la vulnérabilité des cibles, car il aurait fallu pour cela ajouter dans l'étude une ou plusieurs entreprises de même taille et du même secteur qui n'auraient pas fait l'objet d'un LBO ou qui auraient fait l'objet d'une acquisition « classique » sans endettement massif pour financer le rachat. Cela pourrait être le sujet d'une nouvelle recherche. Il convient également de s'interroger sur la généralisation des résultats obtenus concernant les déterminants de la vulnérabilité des firmes sous LBO. Les deux cas ont été analysés dans des conditions particulières liées au contexte de la crise des *subprimes* de 2007 et 2008 pour l'une d'entre elles. Ces résultats sont-ils transposables aux entreprises touchées par la crise du Covid-19 ? Les firmes sous LBO ont-elles mieux résisté à la crise sanitaire grâce à l'expérience des fonds de *private equity* qui offrent une certaine stabilité actionnariale en période d'incertitude ? Ou au contraire, la crise a-t-elle aggravé la vulnérabilité des cibles en raison d'un niveau d'endettement déjà très élevé avant la crise ?

Bibliographie

- ACHARYA V., GOTTSCHALG O., HAHN M. & KEHOE C. (2012), "Corporate governance and value creation: Evidence from private equity", *Review of Financial Studies*, 26(1), pp. 2139-2173.
- ADGER N. (2006), "Vulnerability", *Global Environmental Change*, 16(2), pp. 268-281.
- ALEKSIC A., STEFANOVIC M., TADIC D. & ARSOVSKI S. (2014), "A fuzzy model for assessment of organization vulnerability", *Measurement*, 51(2), pp. 214-223.
- ALLEN M. & SHAKED I. (1991), "RJR Nabisco: A case study of a complex leveraged buyout", *Financial Analyst Journal*, 47(1), pp. 15-27.
- AMESS K. & WRIGHT M. (2007), "The wage and employment effects of leveraged buyouts in the UK", *International Journal of Economics and Business*, 14(2), pp. 179-195.
- BÉDU N. & GRANIER C. (2018) « La gouvernance dans les LBO », *Revue d'économie financière*, 130, pp. 88-94.
- BÉDU N. & PALARD J.-E. (2015), « L'impact des LBO sur la défaillance des entreprises : Le cas des cibles françaises » (2000-2010), *Finance Contrôle Stratégie*, 17(2), pp. 1-23.
- BECK U. (2001), *La société du risque. Sur la voie d'une autre modernité*, Paris, Aubier.
- BOSELIE P. & KOENE B. (2010), "Private equity and human resource management: 'Barbarians at the gate!' HR's wake-up call?", *Human Relations*, 63(9), pp. 1297-1319.
- BOURGEOIS L. (1981), "On the measurement of organizational slack", *Academy of Management Review*, 6(1), pp. 29-39.
- BRUNER R. F. & EADES K. M. (1992), "The crash of the Revco leveraged buyout: The hypothesis of inadequate capital", *Financial Management*, 21(1).
- CHAMBOST I. (2013), « De la finance au travail. Sur les traces des dispositifs de financiarisation », *La Nouvelle Revue du Travail*, 3, pp. 1-23.
- DAVID G. (2012), « Contribution à l'étude du slack organisationnel : le cas des dépenses d'investissements dans une grande entreprise industrielle », *Revue de Sciences de Gestion*, 254, pp. 59-68.
- DAVIS G., DIEKMANN K. & TINSLEY C. (1994), "The decline and fall of the conglomerate firm in the 1980s: The deinstitutionalization of an organizational form", *American Sociological Review*, 59(4), pp. 547-570.
- DAVIS S., HALTIWANGER J., HANDLEY K., LIPSIUS B., LERNER J. & MIRANDA J. (2019), "The economic effects of private equity buyouts", SSRN, unpublished paper, 67 p.
- DEMARIA C. (2020), *Introduction to private equity, debt and real assets: From venture capital to LBO, senior to distressed debt, immaterial to fixed assets*, New-York, Wiley Finance.
- ENGEL D. & STIEBALE J. (2014), "Private equity, investment and financial constraints: Firm-level evidence for France and the United Kingdom", *Small Business Economics*, 43(1), pp. 197-212.
- FOUREAULT F. (2019), *Le capital en action*, Paris, Presses des MINES.
- FOX I. & MARCUS A. (1992), "The causes and consequences of leveraged management buyouts", *The Academy of Management Review*, 17(1), pp. 62-85.
- FRIEDBERG E. (1993), *Le pouvoir et la règle*, Paris, Seuil.
- FREELAND R. F. (2001), *The struggle for control of the modern corporation: organizational change at General Motors, 1924-1970*, Cambridge, Cambridge University Press.
- GREEN S. (1992), "The impact of ownership and capital structure on managerial motivation and strategy in management buyouts: A cultural analysis", *Journal of Management Studies*, 29(2), pp. 513-535.
- GUERY L., STEVENOT A., WOOD G. T. & BREWSTER C. (2017), "The impact of private equity on employment: The consequences of fund country of origin – new evidence from France", *Industrial Relations*, 56(4), pp. 723-750.

- HALDY-RISPAL M. (2002), *La méthode des cas*, Bruxelles, De Boeck.
- HARFORD J. & KOLASINSKI A. (2013), "Do private equity returns result from wealth transfers and short-termism? Evidence from a comprehensive sample of large buyouts", *Management Science*, 60(4), pp. 805-841.
- KAPLAN S. & STRÖMBERG P. (2009), "Leveraged buyouts and private equity", *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), pp. 121-46.
- KOSEDAG A. & MICHAYLUK D. (2000), "Dividend initiations in reverse-LBO firms", *Review of Financial Economics*, 9(1), pp. 55-63.
- KAPLAN S. (1989), "The effects of management buyouts on operating performance and value", *Journal of Financial Economics*, 24(1), pp. 217-254.
- JENSEN M. (1986), "The agency costs of free cash-flows: Corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, 76(1), pp. 323-329.
- JENSEN M. (1989a), "Active investors, LBOs, and the privatization of bankruptcy", *Journal of Applied Corporate Finance*, 2(1), pp. 35-44.
- JENSEN M. (1989b), "Eclipse of the public corporation", *Harvard Business Review*, 67(5), pp. 61-74.
- JENSEN M. & MECKLING W. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.
- LONG W. & RAVENS CRAFT D. (1993), "LBOs, debt and R&D intensity", *Strategic Management Journal*, 14(1), pp. 119-135.
- MICHAELY R. & ROBERTS R. (2012), "Corporate dividend policies: Lessons from private firms", *Review of Financial Studies*, 25(3), pp. 711-746.
- MICHEL A. & SHAKED I. (1991), "RJR Nabisco: A case study of a complex leveraged buyout", *Financial Analyst Journal*, 5(1), pp. 15-27.
- PAGLIA J. & HARJOTO P. (2014), "The effects of private equity and venture capital on sales and employment growth in small and medium-sized businesses", *Journal of Banking and Finance*, 47(2), pp. 177-197.
- PALCIC D. & REEVES E. (2013), "Private equity leveraged buyouts in European telecom: The case of Eircom", *Telecommunications Policy*, 37(1), pp. 573-582.
- PERROW C. (1970), "Departmental power and perspectives in industrial firms", in ZALD M. (éd.) *Power in organizations*, Nashville, Vanderbilt University Press, pp. 59-89.
- PHALIPPOU L. (2018), *Private equity laid bare*, MBA textbook, Oxford, Said Business School.
- PHALIPPOU L. & GOTTSCHALG O. (2009), "The performance of private equity funds", *Review of Financial Studies*, 22(4), pp. 1747-1776.
- PHAN P. & CHARLES W. (1995), "Organizational restructuring and economic performance in leveraged buyouts: An ex post study", *The Academy of Management Journal*, 38(3), pp. 704-739.
- TURNER B. (1976), "The organizational and inter-organizational development of disasters", *Administrative Science Quarterly*, 21(3), pp. 378-397.
- TYKVOVA T. & BORELL M. (2012), "Do private equity owners increase risk of financial distress and bankruptcy?", *Journal of Corporate Finance*, 18(1), pp. 138-150.
- SHLEIFER A. & SUMMERS L. H. (1988), "Breach of trust in hostile takeovers", in AUERBACH A. J. (éd.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago, The University of Chicago Press, pp. 335-6.
- SHRIVASTAVA P. (1992), *Bhopal: Anatomy of a Crisis*, New-York, Sage Publications.